INNOVACIONES FINANCIERAS Y POLITICA MONETARIA

La aceleración del proceso de innovación financiera durante los últimos años ha mejorado la competitividad y la eficacia de los mercados financieros pero también ha aumentado la vulnerabilidad de los sistemas. Este trabajo de **Luis Angel Rojo Duque** se refiere a otra consecuencia menos importante, pero relevante, del mismo fenómeno: las complicaciones que ha introducido en la tarea de las autoridades monetarias de muchos países. El primer epígrafe presenta los rasgos básicos y las causas principales de la reciente oleada de innovaciones financieras; el segundo describe brevemente los fundamentos y los problemas de los esquemas de política monetaria con agregados intermedios en los que aquel fenómeno ha venido a incidir; el tercer epígrafe examina las perturbaciones generadas en esos esquemas y las diversas respuestas de las autoridades monetarias a los problemas planteados; el cuarto epígrafe discute las estrategias propuestas como alternativas principales a los esquemas de regulación monetaria con objetivos intermedios definidos en términos de agregados, y el quinto, en fin, ofrece algunas reflexiones relativas al próximo futuro, con especial referencia a la política monetaria española (*).

1

LA innovación financiera es un proceso que transforma y amplía instituciones, prácticas e instrumentos en respuesta a oportunidades de beneficio ofrecidas por posibles reducciones en los costes de intermediación y por posibles mejoras en la adaptación de los activos disponibles a los deseos y preferencias de emisores e inversores. No todas las innovaciones consiguen sobrevivir y consolidarse, pero el proceso innovador ha tendido a aumentar la eficacia de los sistemas financieros y a completar y enriquecer la gama de los activos existente a lo largo del tiempo (1).

Los principales factores que alientan el proceso de innovación financiera a largo plazo son, por una parte, los avances tecnológicos capaces de reducir los costes de información, comunicaciones y transacciones y, por otra, el crecimiento de la riqueza, que, al permitir que los inversores afronten los costes de una diversificación mayor de sus carteras, induce una demanda de nuevos activos financieros dotados de características convenientes.

Las innovaciones financieras reciben también impulsos de variaciones en el contexto económico general que suscitan nuevos requerimientos financieros y presionan, por tanto, sobre los sistemas en busca de respuestas adecuadas. Por ejemplo, un aumento en el nivel y la variabilidad de las tasas de inflación llevará al público a buscar protección en colocaciones financieras de liquidez y rentabilidad elevadas; y el correspondiente aumento en la volatilidad de los tipos de interés y los tipos de cambio inducirá una demanda de instrumentos financieros que proporcionen una cobertura frente a los riesgos respectivos. Las presiones recibidas por los sistemas dependerán de la intensidad de las variaciones económicas registradas y de sus consecuencias para la configuración de la demanda de productos financieros en cada caso; y la capacidad de respuesta de aquellos estará condicionada, en buena medida, por el grado de regulación a que estén sometidos y por la reacción de los reguladores ante las presiones observadas.

Los gobiernos desempeñan, por tanto, un papel importante en el proceso de innovación: primero, porque pueden actuar como innovadores en relación con sus propias necesidades financieras —por ejemplo, emitiendo títulos públicos de nuevas características para atraer el ahorro privado o desarrollando los mercados en que aquéllos se negocian—; segundo, porque pueden inducir innovaciones privadas al introducir cambios en sus regulaciones financieras o en sus normas fiscales que afecten al atractivo relativo de los activos existentes y, en fin, porque las respuestas de sus regulaciones a las tensiones provocadas por nuevas demandas financieras pueden facilitar o entorpecer el proceso innovador, permitir que éste se adapte abiertamente a aquéllas o forzarle a que siga caminos indirectos basados en la elusión de las regulaciones.

Todo lo anterior significa que la innovación financiera es un proceso a largo plazo que atraviesa,

sin embargo, etapas de relativa tranquilidad seguidas de períodos en los que las innovaciones se multiplican bajo el estímulo de una conjunción de factores relevantes; y que las características, la amplitud y el ritmo de la respuesta innovadora de cada sistema financiero dependerán de la incidencia de aquellos factores y de la estructura, el grado de competencia y la regulación del mismo.

La innovación financiera más importante de la segunda posguerra ha sido, desde luego, el desarrollo de los mercados de euromonedas, cuyos orígenes se sitúan en los últimos años cincuenta y cuyo primer estímulo fue el elevado grado de regulación soportado por los sistemas nacionales. Sin embargo, el mundo está viviendo, desde mediados de los años setenta, un período abundante en innovaciones que, habiendo encontrado, inicialmente, un clima favorable en los mercados financieros internacionales —competitivos, flexibles, libres de regulaciones—, se han extendido a los sistemas nacionales con rapidez e intensidad variadas (2).

Los principales factores cuya conjunción ha estimulado la proliferación de innovaciones financieras, en este período, son los siguientes:

1.° Los rápidos avances tecnológicos en el tratamiento de la información y en las comunicaciones.

La aplicación de esos avances ha permitido el diseño de instrumentos financieros más complejos y ha hecho posible que los intermediarios financieros entrasen en nuevos instrumentos y mercados; ha permitido que las empresas no financieras adoptasen técnicas más sofisticadas de gestión de tesorería y abordasen la prestación de servicios financieros, desde la concesión de créditos a la administración de depósitos pasando por las tarjetas de crédito y los seguros; y ha facilitado, en fin, la internacionalización creciente de los mercados de dinero y de capitales, permitiendo su operación continua e interrelacionada en un sistema donde los impulsos y las perturbaciones se transmiten con rapidez extraordinaria de uno a otro punto del planeta.

En conjunto, los avances tecnológicos han proporcionado el trasfondo condicionante de la intensa innovación financiera de los últimos años; han conducido a una reducción de los costes de la información y las comunicaciones y han permitido una gran expansión de las transacciones financieras en el mundo.

2.° La generalización de tasas de inflación elevadas y variables y el correspondiente aumento de la volatilidad de los tipos de interés y los tipos de cambio y de la incertidumbre sobre su comportamiento futuro.

Estas condiciones económicas han inducido a los ahorradores a demandar activos que les protegiesen frente a las erosiones causadas por la inflación en el valor real de su riqueza financiera y han llevado a los agentes económicos, en general, a solicitar instrumentos que les permitieran cubrirse frente a los riesgos cambiarios y que les ofrecieran protección ante los riesgos inherentes a los movimientos de los tipos de interés —por ejemplo, ante la posibilidad de quedar bloqueados en costes de financiación altos, en el caso de los prestatarios; de tener que afrontar refinanciaciones costosas de sus activos, en el caso de los intermediarios, o de sufrir pérdidas de capital con las fluctuaciones en el precio de los activos, en el caso de los inversores—.

En esas condiciones, los poseedores de riqueza han buscado posiciones líquidas y de rentabilidad adecuada en los intermediarios financieros y han reforzado así las tensiones derivadas de las regulaciones públicas que dificultaban la respuesta de dichas instituciones a las demandas del público; se han adentrado en los mercados de papel a corto plazo; han favorecido la emisión de valores a largo plazo con tipos de interés indiciados, de uno u otro modo, con la tasa de inflación o, más frecuentemente, ligados por un margen a los movimientos de los tipos de interés a corto plazo; y han respaldado el desarrollo de mercados como los de futuros financieros y de opciones que les ofrecían la posibilidad de cubrirse frente a los riesgos cambiarios y de tipos de interés.

Los bancos, por su parte, han alentado los préstamos a tipo de interés variable, han procurado reducir el plazo medio de vencimiento de los préstamos a tipo de interés fijo y han buscado un equilibrio en la estructura de sus activos y pasivos por lo que respecta a las características de sus tipos de interés, fijos y variables; se han mostrado dispuestos a sustituir, en sus carteras, préstamos y créditos por financiación incorporada a valores y a formar fondos de activos de características comunes que sirvieran de respaldo a la colocación de títulos específicos en el público; han buscado recursos ampliando sus emisiones de pasivos en forma de instrumentos negociables en mercados secundarios y han diseñado complejas cuentas que combinan las características de

depósitos de transacciones y de depósitos de inversión financiera retribuidos a tipos de interés relacionados con los del mercado monetario; han desarrollado las operaciones de futuros financieros y de opciones atendiendo a las demandas de sus clientes y buscando cobertura para sus propios riesgos y han entrado en *swaps* de monedas y de tipos de interés para conseguir una mejor ordenación de sus riesgos y una adecuación mayor de la estructura de sus activos y pasivos a sus preferencias.

3.° La incidencia negativa sobre la solvencia bancaria de fenómenos tales como las crisis de la deuda exterior de numerosos países en vías de desarrollo y las crisis sectoriales, que han caracterizado a un período recesivo y abundante en fuertes alteraciones en las estructuras de precios, costes y demanda de bienes y servicios.

El deterioro resultante en la calidad de numerosos bancos ha hecho que grandes empresas no financieras se encontrasen, en ocasiones, con *ratings* superiores a los de las entidades bancarias y con la posibilidad, por tanto, de obtener directamente fondos de préstamo en los mercados en condiciones mejores que las que conseguían los bancos correspondientes.

Las autoridades supervisoras, por su parte, han obligado a los bancos a elevar las provisiones sobre sus activos de calidad deteriorada y a incrementar sus coeficientes de garantía. Así que las instituciones bancarias han tendido a ampliar sus fondos de reservas y de provisiones especiales con cargo a beneficios y han procedido a emitir acciones y deuda subordinada para reforzar sus recursos de capital; y, al mismo tiempo, se han interesado crecientemente en operaciones «fuera de balance» que les prometían comisiones atractivas y que no requerían, al menos en principio, recursos propios adicionales.

De este modo, los bancos se han adentrado, tanto en el ámbito internacional como en numerosos mercados nacionales, en la organización de operaciones RUF, NIF, etc., y en la provisión de líneas de respaldo a emisiones de papel comercial, aceptando unos procesos de desintermediación y «securitización» en los que, al participar, obtenían comisiones importantes y mantenían sus relaciones con los clientes.

4.° La influencia de los gobiernos en su doble condición de generadores de innovaciones propias y de inductores de innovaciones privadas a través del mantenimiento o la modificación del entramado de regulaciones de los sistemas financieros.

En primer lugar, los gobiernos han contribuido directamente al proceso de innovación de los últimos años impulsados por las necesidades de financiación resultantes de sus fuertes déficit, que les han llevado a ampliar la gama de activos emitidos y a expandir y transformar considerablemente los mercados donde aquéllos se negocian —todo lo cual ha suscitado, a su vez, reacciones innovadoras del sector privado, dispuesto a competir por el ahorro disponible—.

En segundo lugar, los gobiernos han reconsiderado las ventajas y las desventajas de las regulaciones financieras existentes a la vista de las tensiones que los nuevos requerimientos generaban en unos sistemas altamente intervenidos y de los complejos métodos practicados para soslayarlas; y esa reconsideración ha conducido a un proceso importante de desregulación que ha afectado a la generalidad de los sistemas financieros nacionales con rapidez e intensidad diversas.

Los gobiernos han tendido así a suprimir o reducir los controles sobre los tipos de interés y los coeficientes obligatorios —distintos de los de riesgo y garantía— que pesaban sobre los intermediarios financieros; han revisado, con criterios liberales, las restricciones a la utilización de instrumentos financieros tales como los bonos con tipo de interés variable, con cupón cero, convertibles y con *warrants,* a la emisión de papel comercial, a la realización de *swaps* de tipos de interés o de monedas, etc.; han decidido —con excepciones importantes— eliminar o suavizar las limitaciones al ámbito de negocio de las distintas instituciones financieras, renunciando a separaciones y especializaciones forzadas por la ley; han procurado introducir un tratamiento fiscal uniforme de las diversas alternativas de colocación financiera y han suprimido obstáculos fiscales a la utilización de determinados instrumentos; han tendido a reducir los controles de cambios sobre los movimientos de capitales y en fin, han adoptado actitudes más liberales respecto del acceso de intermediarios extranjeros a los mercados financieros nacionales.

En general, los gobiernos han estimulado el desarrollo de los mercados monetarios, han alentado nuevos mercados como los de futuros financieros y de opciones y han buscado transformaciones de las bolsas de valores que las convirtieran en mercados más modernos, tecnificados y capitalizados. Los gobiernos han confiado en que este proceso de

desregulaciones, innovaciones y transformaciones condujera a sistemas financieros más competitivos y más eficientes en la asignación de los recursos; a sistemas nacionales más abiertos, relacionados entre sí y a través de unos mercados financieros internacionales que han servido de bancos de pruebas para la mayoría de los impulsos innovadores.

De hecho, la competencia, estimulada por las condiciones del período, favorecida por los avances tecnológicos y propiciada por los gobiernos, ha generado una oleada de transformaciones financieras. Los sistemas han tendido a una menor especialización institucional, habiéndose hecho más borrosas tanto las líneas de demarcación entre los distintos tipos de instituciones financieras como las fronteras entre las entidades financieras y las empresas no financieras; han avanzado los procesos de desintermediación y «securitización», con un retroceso tanto de los depósitos bancarios en la captación de recursos como del crédito en los flujos de financiación a las unidades últimas de gasto; ha aumentado el número de instrumentos y se ha enriquecido la gama de activos financieros disponibles en los diversos sistemas, con una delimitación cada vez menos nítida entre saldos de transacciones y colocaciones de inversión financiera y entre los grupos de activos de distinto grado de liquidez; se ha ampliado el número de activos financieros con rendimentos ligados a los tipos de interés del mercado y éstos han pasado a desempeñar un papel más importante en la asignación de los recursos; ha avanzado, en fin, la permeabilidad entre los sistemas nacionales en un proceso de globalización financiera.

El grado en que las ventajas potenciales de estos procesos se han hecho efectivas para los ahorradores y las unidades últimas de gasto ha dependido del nivel de competencia de cada sistema; pero lo cierto es que la competitividad, la transparencia y la flexibilidad de los precios han tendido a aumentar de modo general. Esto no significa, sin embargo, que esta oleada de innovaciones y transformaciones financieras sea un bien social sin restricciones.

No lo es, desde el punto de vista de la estabilidad. Un sistema financiero más libre y competitivo es también un sistema más vulnerable. La proliferación de instrumentos y mercados que permiten a los agentes desplazar riesgos no implica una reducción del grado total de riesgos contenido en el sistema. De hecho, la formidable expansión de las transacciones financieras plantea riesgos de congestión y de fallos en los sistemas electrónicos de pagos que la sustentan (3); los procesos de desintermediación y «securitización» pueden afectar negativamente a la calidad media de las carteras de préstamos y créditos de las entidades bancarias, debilitar la función evaluadora de riesgos que éstas últimas desempeñan y conducir, en consecuencia, a una degradación de los riesgos en el conjunto del sistema; y el aumento de las operaciones «fuera de balance» suscita problemas de información de riesgos que afectan tanto a las autoridades como a los accionistas y a los responsables de la dirección de los intermediarios financieros. Súmense a todo ello la tendencia a la reducción de los saldos de dinero mantenidos por razones de precaución; las dificultades eventuales que pueden generarse con la multiplicación de activos cuya liquidez se apoya en mercados secundarios que nunca han sido puestos seriamente a prueba; los posibles efectos desestabilizadores de la utilización especulativa de los mercados de opciones y de futuros financieros y del arbitraje entre este último mercado y el de contado sobre las bolsas de valores o la transmisión acumulativa de movimientos entre las bolsas de uno y otro país como consecuencia de potentes desplazamientos de capitales afectados, además, por las expectativas cambiarias —para no mencionar más que algunos renglones de una larga lista de temas inquietantes—.

En conjunto, la transformación de los sistemas financieros durante los últimos años plantea problemas importantes de estabilidad, y la estabilidad financiera es un valor que, como ha recordado Lamfaloussy (4), debe protegerse aun al precio de alguna ineficiencia. Su protección requiere, desde luego, mayores esfuerzos de supervisión y de coordinación entre las autoridades nacionales supervisoras; pero requiere, además, una articulación más estrecha entre las políticas económicas de los grandes países industriales. Un sistema financiero global y con elementos considerables de fragilidad necesita, para su estabilidad, de políticas nacionales coordinadas que tengan muy presentes sus repercusiones internacionales.

Las transformaciones financieras han generado también problemas, menos importantes pero relevantes, al desarrollo de la regulación monetaria. Estos sistemas más competitivos y complejos, en los que las innovaciones se han institucionalizado, han aumentado las dificultades de los bancos centrales durante los últimos años hasta el punto de plan-

tearles, en numerosos casos, la conveniencia de abandonar o, al menos, de reconsiderar los esquemas de política monetaria que venían practicando desde los años setenta. Este es el tema al que se dedica el resto de este trabajo.

2

Las políticas de regulación monetaria adoptadas por numerosos países —entre ellos, España— en la última década respondían a las preocupaciones de un período caracterizado por perturbaciones económicas intensas, tasas de inflación elevadas e inciertos tipos de cambio que, habiendo entrado en una etapa de flotación, no estaban en condiciones de proporcionar un anclaje general a las políticas económicas.

Los esfuerzos iniciales de muchos países por abordar los problemas planteados mediante políticas complejas, basadas en el manejo de la demanda a corto plazo y en acuerdos de concertación de intereses entre los gobiernos y los grandes grupos socio-económicos organizados, no dieron buenos resultados, y la decepción consiguiente condujo, al concluir los años setenta, a la adopción de estrategias a medio y largo plazo que fiaban a políticas financieras persistentes la reducción paulatina de los desequilibrios (5). Las políticas de regulación monetaria constituyeron la pieza central de las nuevas estrategias financieras.

Estas políticas monetarias se presentaban, en general, como políticas que trataban de alcanzar sus objetivos últimos a través de unas variables monetarias intermedias cuyo comportamiento pretendían regular los bancos centrales mediante el control de otras variables sometidas a su influencia cercana o directa. Eran, en definitiva, esquemas de política monetaria que renunciaban a la discrecionalidad y que podían ser descritos como «estrategias en dos etapas».

El objetivo último consistía en regular la evolución de la demanda nominal de bienes y servicios y, a través de ella, la renta monetaria de la economía con un horizonte a medio y largo plazo. Y puesto que, en ese horizonte, la variación del producto real aparece dominada por factores reales, el objetivo último de aquellas políticas monetarias consistía en reducir progresivamente las tasas de inflación. En la medida que las políticas practicadas ganasen, con su persistencia, credibilidad ante el público, lograrían moldear las expectativas, reducir los tipos de interés nominales y proporcionar una referencia firme a los movimientos de los tipos de cambio.

Para alcanzar esos objetivos últimos, las autoridades se proponían actuar sobre alguna variable monetaria que actuase como objetivo intermedio: en la medida en que existiera una relación estable entre la variable monetaria elegida y la demanda nominal de bienes y servicios, la regulación de la primera permitiría ejercer la influencia deseada sobre la tasa de inflación. La observación de comportamiento de la variable adoptada como objetivo intermedio ofrecería a las autoridades monetarias una referencia para juzgar la evolución de su política y proporcionaría al público una indicación sobre la actuación de las autoridades.

Las variables que aparecían como candidatas alternativas para desempeñar el papel de objetivo monetario intermedio eran tres: el tipo de cambio, algún tipo de interés representativo y algún agregado monetario que respondiera a una definición más o menos estricta de dinero.

La adopción del tipo de cambio como objetivo intermedio, supeditando los tipos de interés —e, implícitamente, los agregados monetarios— a la consecución del objetivo cambiario, resultaba poco atractiva en un período de flotación generalizada de las monedas y de perturbaciones económicas intensas que habían afectado de modo diverso a las distintas economías. Es obvio, por otra parte, que, en aquellas condiciones, al menos alguna economía de gran dimensión tenía que buscar el control de la inflación por vías distintas del tipo de cambio —ofreciendo así un anclaje o una referencia a las políticas de otros países—. La firme política anti-inflacionista de Alemania ofrecía, sin duda, a países de dimensión modesta y fuertes relaciones con aquella economía, la posibilidad de importar grados considerables de disciplina monetaria a través de la vinculación *de facto* de sus monedas con el marco —el ejemplo más característico es el de Austria—; y, en los años ochenta, la influencia alemana había de dejarse sentir e imponer una cierta convergencia a las políticas monetarias de los países miembros del Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, en la situación de tipos de cambio flotantes y desequilibrios monetarios que prevalecía en los años setenta, tanto los grandes países como la mayoría de los de dimensión menor entendieron que la elección de un objetivo intermedio para su política monetaria les enfrentaba con la opción entre la regulación de los tipos de interés y el control de algún agregado monetario acotado como «dinero». En el primer caso, las

autoridades adaptarían el tipo de interés al nivel que juzgaran coherente con los objetivos últimos perseguidos y el mercado se encargaría de determinar la cantidad de dinero y el tipo de cambio; en el segundo caso, las autoridades se ocuparían de mantener el crecimiento de la magnitud monetaria dentro de los márgenes deseados y el mercado determinaría el tipo de interés y el tipo de cambio.

Los criterios para optar entre una y otra alternativa eran básicamente dos: la capacidad de las autoridades para regular efectivamente la variable elegida como objetivo intermedio y la confianza relativa que cupiera depositar en una y otra variables como cauces para actuar con cierta precisión sobre los objetivos últimos de la política monetaria (6).

El primero de estos criterios no proporcionaba una base concluyente para decidir entre los términos de la opción. La cantidad de dinero podía ser regulada, en principio, por las autoridades, al menos en períodos de tiempo cortos pero de duración suficiente para permitir la corrección de las desviaciones sin imponer perturbaciones prohibitivas a los mercados. Los tipos de interés a corto plazo ofrecían, por su parte, posibilidades de una regulación más precisa y continua; pero la transmisión de los impulsos a otros segmentos de los mercados era más difícil y compleja y, en todo caso, las autoridades no estaban en condiciones de controlar, en un sentido estricto y persistente, los tipos de interés reales, que son los relevantes para la demanda de bienes y servicios en economías inflacionarias (7).

El segundo criterio remitía, en un mundo incierto donde las relaciones de comportamiento entre variables económicas están sometidas a perturbaciones y desplazamientos no anticipados, a la importancia relativa atribuida a las diversas fuentes potenciales de inestabilidad de la economía. La elección, por las autoridades, de una variable como objetivo intermedio debía estar presidida, en efecto, por el deseo de hacer mínimas las desviaciones, resultantes de esos factores de inestabilidad, entre los valores registrados y los valores perseguidos de la renta monetaria en cuanto objetivo último. En consecuencia, si se consideraba que la función de demanda agregada de dinero mostraba una estabilidad mayor que la relación de comportamiento que liga los tipos de interés a la demanda y la renta nacionales, las autoridades debían optar por la cantidad de dinero como objetivo intermedio; si se llegaba a la conclusión contraria, la elección debía favorecer a los tipos de interés (8).

El segundo criterio conducía, por tanto, al estudio de la evidencia empírica; y los resultados de los trabajos econométricos basados en esta evidencia tendieron a favorecer la utilización de agregados monetarios como variables intermedias. Así que las autoridades de los distintos países adoptaron, en general, la cantidad de dinero como objetivo intermedio de sus políticas monetarias.

La decisión anterior implicaba la simultánea opción por alguno de los diversos agregados monetarios que respondían a definiciones más o menos estrictas de «dinero» —los agregados M1, M2, M3, etc., en la terminología usual—; opción que había de resolverse, por tanto, en cada caso, atendiendo a los criterios de la capacidad relativa de control y de la estabilidad relativa mostrada por las correspondientes funciones de demanda de dinero —con resultados distintos en los diversos países—. Y, una vez resueltos los problemas de la elección del objetivo intermedio, aún debían decidir las autoridades sobre la variable estratégica cuyo control había de permitirles una regulación aproximada del comportamiento de la variable adoptada como objetivo intermedio; decisión que las enfrentaba, de nuevo, con el dilema entre control de cantidades (alguna magnitud representativa de la liquidez de base del sistema: base monetaria, activos líquidos bancarios) y control de precios (tipos de interés a corto plazo) y que había de fundamentarse también en argumentos relativos a las posibilidades efectivas de control y a la estabilidad de las funciones de demanda de las magnitudes consideradas (9).

La adopción del conjunto de decisiones descritas llevó a numerosos países, en la pasada década y en los primeros años ochenta, a esquemas de política monetaria en los que, en general, el logro de los objetivos últimos se fiaba a la regulación de la cantidad de dinero (alguna versión de M) por las autoridades y éstas instrumentaban tal regulación mediante el control de una variable operativa (base monetaria u otra análoga) que representase la base de liquidez del sistema. Estas políticas se planteaban —como hemos visto— como estrategias a medio y largo plazo; pero las autoridades solían anunciar —con una periodicidad generalmente anual— los objetivos perseguidos respecto del comportamiento de la cantidad de dinero como expresión de su compromiso político y como guía ofrecida al público y a los intermediarios financieros.

Estas políticas, a pesar de la nitidez aparente de sus planteamientos, se veían afectadas por elementos abundantes de incertidumbre que obligaban a desechar cualquier aproximación mecánica y simplista a su instrumentación.

Por lo que se refiere a la relación entre la cantidad de dinero (M) y el objetivo último (demanda, renta monetaria), sucedía, en primer lugar, que la transmisión de efectos desde la primera hasta el segundo respondía a un proceso lento, variable en su desarrollo, mal conocido; y, en segundo lugar, que el comportamiento observado de M no podía tomarse como un indicador preciso e inequívoco del grado de restricción relativa impuesta por la política instrumentada ni de la evolución previsible del objetivo último. Esto se debía a que el comportamiento de M se veía afectado tanto por las fuerzas que operan por el lado de la oferta como por las que actúan por el lado de la demanda ya que la velocidad-renta podía verse alterada por desplazamientos en la función subyacente de demanda de dinero o, siendo ésta estable, por reestructuraciones de cartera decididas por el público en respuesta a variaciones observadas en los costes de oportunidad de poseer dinero. Las autoridades monetarias estaban obligadas, por tanto, a desarrollar un proceso complejo de interpretación del comportamiento de la cantidad de dinero que las permitiese, primero, apreciar en qué medida sus desviaciones respecto de las sendas deseadas eran pasajeras o persistentes; segundo, juzgar hasta qué punto las desviaciones persistentes debían ser acomodadas por ser expresión de reestructuraciones de la riqueza financiera del público sin conexión con una evolución indeseada de los objetivos últimos y en qué grado debían ser, por el contrario, corregidas por estar relacionadas con movimientos no queridos de la renta monetaria; y decidir, en fin, en este último caso, un ritmo temporal de corrección que hiciese mínimos los costes derivados del ajuste.

Estas dificultades se acentuaron en Estados Unidos cuando, desde comienzos de 1974, la Reserva Federal, que había adoptado M1 como variable básica, hubo de enfrentarse con excesos sistemáticos en las previsiones de dicha magnitud obtenidas a partir de las funciones convencionales de demanda de M1, estimadas sobre datos trimestrales. Una buena parte de la literatura suscitada por este fenómeno tendió a concluir que aquel aumento imprevisto en los valores observados de la velocidad-renta de M1 tenía su origen en la combinación de tasas elevadas de inflación, altos tipos de interés en los mercados e impedimentos legales a la mejora en la retribución de los depósitos bancarios; y que sus causas inmediatas eran los cambios en las regulaciones y el desarrollo de las innovaciones financieras que, en respuesta a aquella situación, habían permitido al público —especialmente, a las empresas— economizar en sus saldos de transacciones. La conclusión no era muy tranquilizadora, puesto que otras desregulaciones e innovaciones previsibles prometían inducir, según esta interpretación, nuevos desplazamientos en la función de demanda de la variable utilizada como objetivo intermedio. Además, otros autores señalaron problemas de especificación y de identificación que ponían en cuestión el significado de las funciones de demanda de dinero a corto plazo habitualmente estimadas — tema inquietante que había de atraer más atención en los años ochenta— (10). A pesar de estos problemas, las autoridades monetarias americanas continuaron definiendo sus objetivos intermedios en términos de cantidades. Los demás países industriales que habían adoptado esquemas similares de política monetaria no hubieron de afrontar desplazamientos importantes en sus funciones de demanda de dinero en este período —si se exceptúa el caso de Canadá—.

En cuanto a la regulación de la cantidad de dinero a través de la variable adoptada como estratégica, los bancos centrales, aun si disponían de instrumentos adecuados para controlar la evolución de la segunda variable, habían de enfrentarse también con dificultades como consecuencia de desplazamientos imprevistos en las demandas de los componentes de la base monetaria y como resultado tanto de los retrasos en las transmisión de efectos hasta la cantidad de dinero como de las perturbaciones que los esfuerzos por reducir esos retrasos podían generar en los mercados monetarios.

En conclusión, aquellas políticas monetarias, que respondían a un esquema conceptualmente sencillo, encerraban, de hecho, bastantes dificultades. No podían aspirar a una gran precisión ni a una elevada continuidad en el logro de sus objetivos; requerían elementos muy considerables de interpretación basada en las informaciones proporcionadas por un amplio abanico de variables financieras y reales y, en su instrumentación, ni podían limitarse al seguimiento de un solo agregado monetario ni podían desarrollarse como políticas estrictas de «cantidades» sin prestar aten-

ción a sus efectos sobre los tipos de interés y el tipo de cambio.

A pesar de las dificultades, esas políticas monetarias, aplicadas con persistencia dentro de una estrategia financiera a medio y largo plazo, han tenido un éxito razonable en la lucha contra la inflación y en el doblegamiento de las expectativas inflacionistas en numerosos países durante bastante tiempo. En los últimos años, sin embargo, las transformaciones de los sistemas financieros, atribuidas, de un modo genérico, a las innovaciones, además de modificar la transmisión de efectos de la política monetaria en aspectos muy relevantes, han puesto en duda los fundamentos y la viabilidad de los esquemas de control monetario que venían aplicándose (11).

3

Las modificaciones registradas en los cauces de transmisión de efectos de la política monetaria son el resultado, por una parte, de la mayor importancia adquirida por los tipos de interés en la asignación de los recursos financieros y, por otra, de la intercomunicación creciente de los sistemas nacionales en los últimos años.

El desarrollo de los mercados interbancarios y de su papel en el suministro de fondos a los intermediarios financieros, el aumento del número de pasivos y activos de esas instituciones con tipos de interés relacionados con los vigentes en los mercados monetarios (12) y los procesos de desintermediación y «securitización» han ampliado la gama de instrumentos sometidos, de un modo más o menos automático, a las variaciones de los tipos de interés de mercado, han elevado la rapidez con que los movimientos de los tipos de interés del mercado monetario se propagan a todo el sistema y han reforzado, en definitiva, la importancia de los tipos de interés en la asignación de recursos y en la transmisión de efectos de la política monetaria, en detrimento de las variaciones en el racionamiento cuantitativo del crédito y de las políticas basadas en el control del crédito bancario. Simultáneamente, han tendido a reducirse los efectos discriminatorios que las políticas monetarias restrictivas imponían a algunos sectores (principalmente, la construcción) como consecuencia de la dispar estructura de tipos de interés fijos y variables en los activos y pasivos de intermediarios financieros especializados.

La transmisión de efectos de la política monetaria opera ahora, por tanto, de un modo menos brusco que en el pasado; y, según algunas opiniones, la capacidad de esa política para influir sobre la demanda final de bienes y servicios se ha debilitado. Dada la baja elasticidad de esta demanda respecto del tipo de interés —se dice—, el logro de unos efectos determinados sobre la demanda exigirá a la política monetaria imponer movimientos de los tipos de interés mucho más fuertes que antes. Es probable, sin embargo, que el protagonismo adquirido por los tipos de interés y el mayor efecto de sus variaciones sobre los costes de financiación de los prestatarios —como resultado de la importancia adquirida por los préstamos a tipos de interés variables y por la tendencia al acortamiento de los plazos en los préstamos a tipos de interés fijos— estén conduciendo a un aumento de la elasticidad de la demanda de bienes y servicios respecto de dicha variable (13).

Por otra parte, la mayor conexión entre los sistemas financieros nacionales, resultante de la reducción de los controles de cambios, y la ampliación de la gama de activos con rendimientos ligados a los tipos de interés de mercado en cada sistema, han sometido a las políticas monetarias a mayores restricciones derivadas de la sensibilización de los movimientos internacionales de capitales. Si el tipo de cambio es flotante, la política monetaria interna puede ver dificultado el logro de sus objetivos restrictivos o expansivos como consecuencia de los movimientos inducidos de capitales, y puede transmitir una parte considerable de sus efectos, a través del tipo de cambio, sobre el sector exterior. Y si el tipo de cambio es fijo, la política monetaria verá tanto más mermados sus grados de autonomía cuanto menor sea la dimensión de la economía respectiva. En resumen, en un sistema financiero mundial más integrado tienden a aumentar las posibilidades de conflicto entre el mantenimiento de los objetivos intermedios de la política monetaria interna y los objetivos o referencias de las autoridades en cuanto al tipo de cambio.

Las transformaciones financieras no se han limitado, sin embargo, a afectar a los cauces de transmisión de efectos de la política monetaria; han puesto en cuestión los fundamentos mismos de los esquemas básicos que habían alcanzado aceptación en los años anteriores.

Las innovaciones y las desregulaciones financieras han conducido, como hemos visto, a la aparición de nuevos activos con grados elevados de sustituibilidad respecto de los anteriormente existentes, incluso respecto de los acotados dentro de las mag-

nitudes de control monetario; y éstos últimos activos han registrado, con frecuencia, cambios en su naturaleza, en su rendimiento antes de impuestos y en su tratamiento fiscal que han afectado a sus cualidades relativas de liquidez y rentabilidad. En conjunto, se ha hecho crecientemente difícil separar los saldos de transacciones de los saldos de inversión financiera, ha aumentado la gama de activos con rentabilidades ligadas a los tipos de interés de mercado y se ha reforzado la sustituibilidad entre activos financieros, tanto entre los incluidos en los agregados de regulación monetaria como entre éstos y los situados fuera de dichos agregados —incluidos activos exteriores—.

Como consecuencia de todo ello, las funciones subyacentes de demanda agregada han perdido estabilidad y, además, cualquiera que sea el grado relativo de estabilidad de esas funciones, se han intensificado las variaciones en las cantidades demandadas de los activos incluidos en los objetivos monetarios intermedios, como resultado de decisiones adoptadas por el público sobre la reestructuración de su riqueza financiera en respuesta a cambios percibidos en el atractivo relativo de los activos disponibles.

Las autoridades monetarias se han encontrado, por tanto, con dificultades crecientes, primero, para distinguir en qué medida las sustituciones observadas entre activos, que afectan a sus objetivos intermedios, son el resultado de desplazamientos de las funciones de demanda de dinero subyacentes o son la expresión de decisiones de reestructuración de cartera del público con una función básica de demanda de dinero estable; y, segundo, se han enfrentado con dificultades crecientes para decidir en qué medida las desviaciones observadas en la evolución de los objetivos intermedios respecto de las sendas perseguidas deben ser acomodadas o, por el contrario, deben ser corregidas en cuanto indicación de un comportamiento indeseable de los objetivos últimos (demanda, renta monetaria).

En la raíz de esas dificultades hay problemas econométricos relativos a la estimación de las funciones de demanda de dinero y a la apreciación de la estabilidad y los desplazamientos de las funciones habitualmente utilizadas. Estos desplazamientos pueden tener su causa (econométrica) en malas especificaciones cuyas consecuencias hayan quedado más en evidencia en la situación de los últimos años (14); y pueden deberse, con mayor probabilidad, al efecto de desregulaciones e innovaciones financieras. Resulta, en cualquier caso, muy difícil precisar los desplazamientos registrados en las funciones básicas de demanda a largo plazo a través de las estimaciones habituales de las correspondientes funciones de demanda a corto plazo. Las reservas al respecto, ya expresadas —como vimos— en la década pasada, se han intensificado en los últimos años (15).

Se han señalado los problemas de especificación que plantean los supuestos simplistas, utilizados en esas estimaciones, sobre el ajuste parcial, en el corto plazo, de los saldos efectivos a los saldos deseados por el público de acuerdo con los valores de los argumentos que aparecen en la función básica a largo plazo; y se han destacado graves problemas de identificación que ponen en duda la naturaleza de las relaciones estimadas y presentadas como funciones de demanda de dinero a corto plazo. Si las autoridades no se limitan a acomodar pasivamente la demanda de dinero del público, sino que adoptan —durante algunos períodos, al menos— una actitud activa, orientada a conseguir determinados objetivos últimos, sus impulsos y reacciones afectarán a variables que aparecen como argumentos en la función de demanda de dinero, de modo que las observaciones utilizadas en las estimaciones de la versión a corto plazo de dicha función reflejarán la actuación compleja y cambiante de factores de oferta y de factores de demanda. En tal caso, las relaciones estimadas pueden no ser verdaderas funciones de demanda de dinero a corto plazo, sino formas reducidas de un sistema más amplio en el que se relacionan las variables principales de las funciones habituales de demanda de dinero —cantidad de dinero, renta real, nivel de precios y tipo de interés—. Por consiguiente, los coeficientes obtenidos no podrán tomarse como estimaciones de los parámetros estructurales de la función básica de demanda de dinero; y sus variaciones no podrán interpretarse como desplazamientos de dicha función, ya que también pueden deberse a desplazamientos de otras relaciones del sistema, a cambios en variables no incluidas en dicha función o a modificaciones en la actitud —activa o pasiva— de las autoridades monetarias (16).

A las mismas conclusiones escépticas llegan quienes consideran el dinero como un activo que los agentes económicos utilizan como un fondo amortiguador ante *shocks* imprevistos de múltiples orígenes y, desde luego, ante *shocks* imprevistos por el lado de la oferta de dinero. Esta

aproximación equivale a negar que los individuos posean funciones de demanda de dinero a corto plazo de valor único, aunque el nivel «normal» deseado de saldos monetarios venga determinado por la función básica; y lleva a la hipótesis de que las variaciones no anticipadas de la oferta de dinero son absorbidas transitoriamente —al menos, dentro de ciertos límites— por aumentos o reducciones de los saldos monetarios del público, el cual sólo reaccionará con retraso para restablecer el nivel deseado de dichos saldos. Todo ello conduce a rechazar, en definitiva, los supuestos básicos utilizados en las estimaciones de la función de demanda de dinero a corto plazo: primero, que la oferta y la demanda agregadas de dinero son siempre iguales entre sí y, segundo, que la última responde con retrasos considerables a las variaciones de los parámetros que aparecen en su función —supuestos que, por lo demás, llevarían a esperar variaciones transitorias importantes de la renta, los precios o, al menos, los tipos de interés en respuesta a los *shocks* de oferta de dinero, en contra de la evidencia disponible (17).

Las reservas anteriores no alcanzan, seguramente, a estimaciones de las funciones de demanda de los agregados que estén bien especificadas y modelizadas y que se asienten sobre una base empírica adecuada. Ahora bien, las transformaciones financieras también afectarán a las buenas estimaciones si imponen desplazamientos a las correspondientes funciones de demanda de agregados, de modo que resultará difícil decidir, en un período abundante en tales transformaciones, si los errores de predicción observados se deben a defectos en los modelos y las especificaciones o a desplazamientos de las funciones de demanda en estimaciones correctas. Aunque las presunciones estén en favor de esta última interpretación, será preciso el transcurso de algún tiempo antes de que las reacciones de los agentes a las nuevas condiciones sean perceptibles y pueda procederse a nuevas estimaciones. Así que las autoridades, en períodos abundantes en transformaciones financieras, difícilmente recibirán pronta ayuda de la econometría para precisar el grado de estabilidad conservado o los desplazamientos sufridos por las funciones de demanda de los agregados que utilizan como objetivos intermedios de sus políticas monetarias.

Una línea de respuesta de las autoridades ante estos problemas ha consistido en pasar a regular magnitudes más amplias como objetivos intermedios y, si las anteriormente utilizadas eran ya amplias, a redefinirlas para incorporar a ellas activos nuevos o de renovada configuración que aparecían como sustitutos próximos, en las carteras del público, de los activos incluidos en la anterior definición. Ejemplos de ello son la escalada británica desde M3 hasta M4 y M5 para incluir los activos del sector privado generados en el mercado monetario y activos emitidos por sociedades inmobiliarias y compañías de seguros; la definición francesa de L como una M3 ampliada con títulos negociables en el mercado monetario o el avance, en España, desde la M3 original hasta la configuración actual de ALP como magnitud objeto de control, para incluir la deuda negociable a corto plazo del Estado (pagarés y letras del Tesoro) en manos del público e instrumentos tales como letras endosadas y efectos de propia financiación, pagarés bancarios, títulos hipotecarios, etcétera, que funcionaban como sustitutos cercanos de los depósitos en las carteras de los inversores. En cada caso, la ampliación de los agregados buscaba alcanzar o conservar alguno que mostrase una estabilidad razonable en su función de demanda, y cuya demanda fuera escasamente elástica a las variaciones en las rentabilidades relativas de los activos ajenos al mismo; porque, de este modo, si la ampliación del agregado tenía éxito, la gran mayoría de las reestructuraciones de cartera decididas por el público tenderían a ocurrir en su seno, sin sustituciones importantes entre activos incluidos en él y activos externos al agregado.

No puede decirse, sin embargo, que los propósitos de las autoridades se hayan cumplido con la utilización de agregados más amplios o con la ampliación de los previamente definidos.

Es cierto, desde luego, que la ampliación progresiva del agregado permitirá que la regulación monetaria se refiera o mantenga su referencia a una magnitud que represente un elevado porcentaje de la riqueza financiera del público. (Por ejemplo, en España, M3, que representaba un 89 por 100 de los activos financieros de familias y empresas en los últimos años setenta, era sólo un 55 por 100 de esos activos, en una definición homogénea, al concluir el año 1986; pero las sucesivas ampliaciones de la variable intermedia de control, hasta alcanzar la definición de ALP en la última fecha indicada, hacían que este agregado representase el 71 por 100 de los activos financieros de familias y empresas al finalizar el pasado año.) Sin embargo, una

gran amplitud del agregado no garantiza la estabilidad de su demanda ni impide que la cantidad demandada del mismo se vea sometida a fuertes movimientos imprevistos, en respuesta a variaciones de las rentabilidades relativas en la gama de activos disponibles.

Sucede, en primer lugar, que el propio control monetario del agregado —con las restricciones y los frecuentes costes que comporta para los activos que abarca (18)— estimula la aparición de nuevos activos exteriores al mismo, no sometidos a esas restricciones y esos costes, y capaces de sustituir fácilmente a componentes de aquél. Así que el proceso de redefinición de un agregado utilizado como objetivo intermedio, para ampliarlo e incluir en él activos adicionales, tiende, en buena medida, a derrotarse a sí mismo.

En segundo lugar, la ampliación de las magnitudes de control tiende a aumentar su contenido en activos que son vehículos de inversión financiera, lejanos de la instrumentación de transacciones en bienes y servicios, altamente sensibles a las variaciones en las ventajas relativas de los activos alternativos, y susceptibles, por tanto, de registrar fuertes movimientos en su demanda que expresen sustituciones bien dentro del agregado de control, bien con activos exteriores al mismo. Y las dificultades derivadas de ello se acentúan en un período de descenso en los costes de sustitución entre activos y de aumento en el grado de liquidez de numerosos activos a través de su negociación potencial en mercados secundarios.

Los problemas se complican, además, porque, al ampliarse la magnitud objeto de regulación, ésta tiende a incluir activos, públicos y privados —tales como pagarés y letras del Tesoro, pagarés de empresas, etc.— que están fuera del ámbito de influencia directa del banco central. Las condiciones de oferta de esos activos estarán sometidas, cuando sean generados por las empresas, a las decisiones de éstas sobre su forma de financiación —con obligaciones, con pagarés, con crédito bancario, etc.—; y cuando sean emitidos por el Tesoro, a las decisiones de éste respecto de la cuantía y estructura de sus emisiones, las ventajas fiscales relativas concedidas a los diferentes instrumentos que utilice, etc. Ante variaciones registradas en la oferta de esos activos, el banco central puede encontrarse con respuestas del público que —bien expresando desplazamientos en la función básica de demanda del agregado de control, como resultado de alteraciones en las cualidades relativas de los activos disponibles, bien mostrando simples sustituciones entre activos, de acuerdo con funciones de demanda estables— sometan a la variable utilizada como objetivo intermedio a fuertes movimientos de difícil interpretación en cuanto a su significado en relación con los objetivos últimos y en cuanto a la conveniencia de acomodarlos o corregirlos (19). Un buen ejemplo lo ofrecen, en España, las perturbaciones generadas, a partir de la Ley de Activos Financieros de mayo de 1985, en el comportamiento del agregado ALP, por el tratamiento fiscal ventajoso concedido a los pagarés del Tesoro como una de las formas de estimular su demanda, la subsiguiente reducción del tipo de rentabilidad explícita de ese activo, la posterior emisión de nuevas letras del Tesoro en condiciones fiscales normales y las decisiones sobre la estructura temporal de los instrumentos emitidos.

Los problemas planteados por los agregados amplios parecen sugerir la conveniencia de que las autoridades se muevan en dirección opuesta a la indicada y busquen el objetivo intermedio de sus políticas en variables de escasa amplitud, constituidas, en medida dominante, por saldos de transacciones. Estas magnitudes —se dice— estarán menos sometidas a los efectos de las reestructuraciones de cartera del público, pues, al incluir una proporción menor de posiciones de inversión financiera, su demanda será menos elástica a los costes de oportunidad; además, esta elasticidad tenderá a descender aún más en sistemas desregulados en los que los tipos propios de los activos que integran esos agregados poco amplios se muevan paralelamente a los tipos de interés de mercado; en consecuencia, la evolución de esas magnitudes será más acorde con los movimientos del gasto nominal y la renta monetaria, que son la preocupación final de las autoridades.

Sucede, sin embargo, que esos agregados poco amplios contienen proporciones importantes de saldos de inversión financiera y que esas proporciones han tendido a aumentar en numerosos sistemas, durante los últimos años, como consecuencia de los procesos de desregulación y de la creación de nuevos instrumentos que combinan las características de las cuentas de transacciones y de las colocaciones de inversión (20). Por otra parte, aunque ha aumentado fuertemente, con frecuencia, la gama de activos incluidos en esos agregados que obtienen retribuciones relacionadas con los tipos de interés de mercado, experiencias como

la de Estados Unidos en los últimos años muestran que los tipos propios de aquellos activos siguen conteniendo un elemento administrado que impone un carácter incierto a aquella relación. Las autoridades norteamericanas se han encontrado, en efecto, con que el descenso de los tipos de mercado ha sido acompañado por movimientos imprecisos, retrasados, en los tipos propios de los activos incluidos en M1, de modo que la demanda de ésta ha aumentado y su velocidad-renta ha descendido con intensidad fuerte e imprevisible desde 1981-1982. La Reserva Federal, enfrentada con una nueva situación, aún mal comprendida, que determina variaciones imprevistas en la velocidad-renta de M1, ha decidido, finalmente, abandonar la fijación de objetivos en términos de dicho agregado (21).

Ocurre, en definitiva, que en la medida en que la desregulación y las innovaciones conduzcan a una gama de activos de elevada liquidez y de rentabilidades relacionadas con el tipo de interés de mercado y con una distinción crecientemente borrosa entre saldos de transacciones y saldos de inversión financiera, los poseedores de riqueza decidirán la composición de su riqueza de acuerdo con las rentabilidades relativas ofrecidas por esos activos; y puesto que las autoridades no pueden actuar directamente sobre esas rentabilidades relativas, aunque regulen el nivel del tipo de interés de mercado, tampoco podrán controlar fácilmente una magnitud que responda a una definición estricta de «dinero» en un sistema desregulado. Al mismo tiempo, no cabe esperar que, en esas condiciones de alta sustituibilidad entre activos, la demanda de bienes y servicios ejercida por el público aparezca estrechamente relacionada con sus tenencias de determinados activos de la gama disponible de colocaciones líquidas. Esta es la dirección en la que apuntan los sistemas crecientemente desregulados y competitivos, aunque las dificultades actuales sólo respondan a un recorrido parcial de ese camino (22).

Ante estas dificultades, el banco central puede replegarse aún más y utilizar su propio dinero como objetivo intermedio de su política monetaria. Esta es la línea seguida por el Banco Nacional Suizo, que fija sus objetivos anuales en términos del crecimiento de la base monetaria. El Bundesbank ha venido considerando, por su parte, hasta hace poco, que, dada la sensibilidad de los diversos grupos de activos monetarios en manos del público a los movimientos de los tipos de interés, su responsabilidad no podía ir más allá del control del «dinero del banco central», variable cercana, pero no igual, a la base monetaria (23). También el Banco de Inglaterra ha utilizado la base monetaria (M0) como objetivo monetario intermedio, función que esta variable compartió con M3 hasta el abandono de la fijación de objetivos con referencia a un concepto amplio de dinero.

Las grandes ventajas iniciales de la base monetaria —o de alguna magnitud cercana— residen, primero, en su susceptibilidad de control directo por el banco central y, después, en estar relativamente protegidas frente a las innovaciones que afectan a otros agregados integrantes de las carteras del público.

Su controlabilidad directa depende, sin embargo, de la disposición del banco central a aceptar movimientos frecuentes e importantes en los tipos de interés del mercado monetario, como resultado de la voluntad de mantener la evolución de la variable regulada dentro de unos márgenes frente a variaciones imprevistas o indeseadas en la demanda de efectivo del público o en la demanda de reservas por los bancos. El banco central, para evitar esos problemas, puede actuar indirectamente en el mercado monetario, afectar a la evolución de las demandas de efectivo y de depósitos bancarios generadores de requerimientos de reservas, y regular así el comportamiento de la variable básica de control —base monetaria o similar—; pero, en tal caso, el esquema queda desvirtuado y las autoridades monetarias se enfrentan con los problemas que plantea la regulación de objetivos intermedios más amplios. Este es el caso del Bundesbank, cuya regulación del «dinero del banco central» equivalía a un control aproximado de M3 (24), de modo que su reciente decisión (enero de 1988) de pasar al control de M3 implica un cambio menor que el aparente. El Banco de Inglaterra, por su parte, siempre prestó mayor atención a los agregados amplios y, después de abandonar éstos como referencias de su política, M0 sólo ha conservado un papel debilitado de objetivo intermedio que comparte con el tipo de cambio.

Puede decirse, por tanto, que, en un sentido estricto, sólo el Banco Nacional Suizo utiliza la base monetaria como objetivo intermedio. Las autoridades suizas comparten, sin embargo, algunas actitudes y condiciones básicas con las autoridades alemanas. En primer lugar, el control monetario se concibe, en ambos casos, como una política a medio y largo plazo cuyo propósito es la

CUADRO N.° 1

AGREGADOS MONETARIOS: OBJETIVOS Y TASAS DE EXPANSION

PAISES	AGREGADOS MONETARIOS (1)	TASAS DE VARIACION (ANUALES)					
		OBJETIVOS (2)			EXPANSION EFECTIVA		
		1985	1986	1987	1985	1986	1987
Estados Unidos	M1	4-7	3-8	—	11,9	16,5	8,4 (Sept.)
	M2	6-9	6-9	5,5-8,5	8,0	8,9	5,1 (Sept.)
	M3	6-9,5	6-9	5,5-8,5	7,7	8,8	6,1 (Sept.)
	TDND	9-12	8-11	8-11	12,7	12,2	10,0 (Sept.)
Japón	M2 + CD	8	8-9	9	9,0	8,3	10,2 (Jul.)
Alemania	DBC	3-5	3,5-5,5	3-6	4,5	7,8	8,1
Francia	M2	4-6	—	4-6	6,5	—	4,0
	M3	—	3-5	3-5	—	4,6	9,1
Italia	CPS	12	7	7	13,0	11,4	10,0
	M2	10	7-11	6-9	11,4	9,6	8,3
Reino Unido	M0	3-7	2-6	2-6	4,2	5,4	5,2 (Sept.)
	M3	5-9	11-15	—	13,6	19,2	22,8
Suiza	BMA	3	2	2	2,2	2,0	2,2 (Sept.)
España	ALP	11,5-14,5	9,5-12,5	6,5-9,5	12,8	11,4	14,4

(1) TDND = deuda interna total de los sectores no financieros; CD = certificados de depósito; DBC = dinero del banco central; CPS = crédito al sector no estatal; MO = base monetaria; BMA = base monetaria ajustada.
(2) Para TDND, en Estados Unidos, solo margen de supervisión; para M2 + CD, en Japón, solo proyección.
Fuente: BIS y OCDE.

eliminación completa de la inflación. En segundo lugar, ese planteamiento central no se ha visto seriamente perturbado, en ninguno de los dos países, por los efectos de las innovaciones financieras, ya que éstas han operado a un ritmo comparativamente muy lento —lentitud atribuible a la posición de predominio de los bancos en ambos sistemas, a su mayor disciplina fiscal, a la escasa importancia que en ellos han tenido las desregulaciones y a la limitada intensidad del proceso inflacionista y de sus efectos en ambos países—. En fin, las autoridades de los dos países sólo se han mostrado dispuestas a aceptar, ocasionalmente, desviaciones en exceso respecto de los objetivos fijados de acuerdo con su estrategia a largo plazo cuando han deseado impedir apreciaciones de sus divisas que consideraban perturbadoras por sus efectos reales (25). Estas actitudes y condiciones compartidas explican que ni las autoridades suizas ni las alemanas se hayan enfrentado, desde sus distintos esquemas efectivos de control, con desplazamientos de sus funciones de demanda de dinero, referentes a las respectivas variables intermedias, capaces de amenazar seriamente los planteamientos de sus políticas monetarias a medio y largo plazo; y que cuando han surgido dificultades transitorias, ello se haya debido a la fuerte demanda exterior de los activos expresados en sus monedas y a la resistencia a aceptar movimientos en los tipos de cambio —y, en relación con éstos, en los tipos de interés— coherentes con el restablecimiento de las sendas deseadas de expansión monetaria (26).

Los casos de Alemania y Suiza subrayan que, con independencia de la amplitud de las magnitudes utilizadas como objetivos intermedios, los países que han afrontado menos problemas resultantes de desplazamientos en las funciones de demanda de dinero son aquéllos que, habiendo mantenido políticas monetarias estrictas a medio y largo plazo, han tenido más éxito en su lucha con la inflación y han ganado una credibilidad mayor ante el público. Esto es natural, puesto que las innovaciones inducidas por tasas de inflación altas y variables, y sus efectos correspondientes, y los cambios frecuentes de régimen en las políticas monetarias —en busca de objetivos a corto plazo— son factores causales de primera importancia en la inestabilidad de las funciones de demanda de dinero.

Al mismo tiempo, sin embargo, las experiencias alemana y suiza muestran cómo, incluso en esos casos paradigmáticos, los movimientos de los tipos de cambio reales —el deseo de alentarlos o de impedirlos, buscando o previniendo sus efectos sobre la actividad, el sector exterior y la asignación de los recursos— pueden actuar como restricciones importantes para el desarrollo de la política interior de agregados intermedios en un período tan alterado y sensibilizado como el actual. No es de extrañar, por ello, que países como Canadá y el Reino Unido, cuyas relaciones reales de intercambio y balanzas de pagos por cuenta corriente han sido fuertemente afectadas por variaciones en los precios relativos del petróleo y otros productos primarios, y cuyo control monetario se ha visto dificultado por perturbaciones atribuibles, en buena medida, a innovaciones, hayan decidido abandonar la fijación de objetivos en términos de variables monetarias intermedias —Canadá, totalmente en 1982; el Reino Unido, en relación con M3, en 1987— para buscar determinados comportamientos de sus tipos de cambio reales. Estos comportamientos cambiarios se habrían visto seriamente dificultados por el esfuerzo de adaptar a los objetivos propuestos el crecimiento de unas variables intermedias cuya evolución no se consideraba, por lo demás, informativa del movimiento de la demanda nominal de bienes y servicios y de los precios.

En España, en 1987, en una situación fuertemente expansiva de la demanda interior, las autoridades trataron de contener una apreciación de la peseta —debida, en alto grado, a la caída de los precios del petróleo y a fuertes entradas de capitales— que juzgaban transitoria y perturbadora; pero la voluntad simultánea de contener una expansión de la variable monetaria intermedia que se consideraba excesiva y peligrosa, aun teniendo en cuenta los desplazamientos estimados en la demanda de aquella variable, condujo a elevaciones de los tipos de interés que entraron en conflicto con la política cambiaria.

La gran mayoría de los países industrializados que venían anunciando objetivos referentes al crecimiento de sus variables monetarias intermedias han registrado, de hecho, desbordamientos de los objetivos propuestos en el período 1985-1987 (véase el cuadro número 1). En algunos países, la expansión monetaria ha tenido un carácter general; pero, en otros, el desbordamiento sólo ha afectado a algunas de las magnitudes programadas o supervisadas —a las amplias y no a las más estrictas (Reino Unido, Francia) o a estas últimas y no a aquéllas (Estados Unidos)—. Los movimientos observados reflejaban, en alguna medida, sustituciones previsibles entre activos en respuesta a los descensos en las tasas de inflación y de interés, a las variaciones percibidas en los tipos de interés relativos y a las expectativas de apreciación y depreciación entre monedas; pero, en muchos casos, una parte de esos movimientos, en grado difícil de precisar, era imputable a desplazamientos de las funciones de demanda de los agregados correspondientes, como consecuencia de desregulaciones y de innovaciones de variada índole.

En estas condiciones, las autoridades de los países afectados han tendido a aumentar el grado de flexibilidad con el que venían buscando el cumplimiento de los objetivos cuantitativos de sus políticas monetarias; y así han ampliado, en ocasiones, las bandas de tolerancia para los objetivos anunciados; se han mostrado dispuestas a revisar estos últimos durante el período de programación y, con revisión de objetivos o sin ella, han aceptado su desbordamiento cuando las tendencias de los precios y los mercados de cambio, la evolución de los tipos de interés reales y su apreciación de las perspectivas de la economía les han inducido a acomodar las desviaciones observadas en el comportamiento de la variable intermedia. En otros casos, en fin, como ya hemos visto, se ha optado por el abandono general de los objetivos cuantitativos, por la interrupción de la fijación de objetivos en términos de variables —M3 en el Reino Unido; M1 en Estados Unidos— cuya evolución parecía ofrecer una información perturbadora en relación con los objetivos últimos perseguidos o, con menor importancia, por el cambio a otros agregados de los que se esperaba una mejor controlabilidad —paso, en 1988, del dinero del Bundesbank a M3, en Alemania; de M3 a M2, en Francia.

Las autoridades han continuado observando el comportamiento de las variables a las que se referían los objetivos cuyo desbordamiento estaban acomodando, y han tratado de contrastar el significado de esa evolución con el seguimiento de otros agregados monetarios; pero, además, han completado la información —con frecuencia, equívoca— que proporcionaba ese abanico de agregados con un reforzamiento de la atención prestada a los tipos de cambio y de interés —nominales y reales—, a la evolución de la tasa de inflación y de la demanda interna, etc. Las

autoridades han considerado, en definitiva, que, más allá de la flexibilidad que siempre ha de acompañar a la política monetaria, la información proporcionada por una pluralidad de variables es especialmente necesaria, en las circunstancias actuales, para interpretar el significado económico de las tasas de crecimiento de unos agregados monetarios afectados, en medida muy difícil de precisar, por procesos de innovación y desregulación financieras.

4

Ahora bien: a la vista de todo lo anterior, cabe preguntarse qué sentido tiene continuar estableciendo objetivos intermedios con referencia a agregados monetarios.

La fijación de objetivos en términos de tipos de interés está sometida, desde luego, a las graves reservas que ya indicamos en el segundo epígrafe de este trabajo, de modo que no puede ser tratada como una alternativa válida.

La posición teóricamente más interesante es la de quienes sugieren que se prescinda de la fijación de objetivos en términos de agregados intermedios y que los bancos centrales utilicen sus instrumentos para actuar directamente sobre sus objetivos últimos (27). La propuesta no es nueva: se ha mantenido como una alternativa crítica a las estrategias monetarias articuladas en dos etapas y centradas en la regulación de agregados durante el período de predominio de éstas; pero es lógico que haya adquirido nueva fuerza en los últimos años.

En un sentido estricto, las estrategias monetarias con objetivos intermedios expresados en términos de agregados son coherentes con modelos estructurales descomponibles en dos submodelos: en el primero de éstos —correspondiente a la primera etapa de la estrategia, que se desarrolla en el ámbito del mercado monetario— el agregado intermedio (M) aparece como una variable endógena cuyo valor pueden determinar las autoridades a partir de sus instrumentos monetarios (con la renta como un dato); en el segundo submodelo —correspondiente a la segunda etapa de la estrategia—, el agregado intermedio aparece como una variable exógena que, junto con otras variables exógenas (fiscales, etc.), determina las variables endógenas que incluyen las que constituyen los objetivos últimos de las autoridades (la renta monetaria o sus componentes de cantidades y precios). Nunca ha podido probarse, desde luego, que tales modelos —caracterizados por B. Friedman como esquizofrénicos— describan mejor el funcionamiento de las economías que aquellos otros, no descomponibles, que serían coherentes con estrategias monetarias planteadas como una actuación directa sobre los objetivos últimos a partir de los instrumentos monetarios, y en las que M aparece como una variable endógena de importancia secundaria (28). Pero el punto crucial ha consistido siempre en decidir si esos modelos descomponibles constituyen una aproximación razonable a la realidad y pueden ofrecer un sustrato útil a políticas que hacen de sus limitaciones virtud ante los riesgos eventuales de planteamientos más ambiciosos. Los elementos de flexibilidad, que siempre se han considerado necesarios para instrumentar las políticas monetarias con agregados intermedios, expresan, en todo caso, el reconocimiento de las simplificaciones aceptadas, a efectos prácticos, en los modelos utilizados.

Para los defensores de las estrategias en una sola etapa no hay, sin embargo, razones suficientes que justifiquen la utilización de esos modelos distorsionados y de políticas centradas en la regulación de agregados que no son instrumentos directamente controlables por las autoridades ni objetivos últimos de éstas. Tales esquemas han de ser rechazados, a su parecer, como subóptimos en favor de estrategias directas que, en función del flujo continuo de información recibida, vayan fijando los instrumentos monetarios en la forma óptima para alcanzar los objetivos últimos perseguidos.

El problema radica en que esas políticas discrecionales, con pretensiones de optimización período tras período, pueden conducir a resultados muy distintos de los propuestos. Si los objetivos últimos de la política monetaria se interpretan de un modo estricto y se expresan en términos de la tasa de inflación y una variable real como la producción o el empleo, los esfuerzos de las autoridades por actuar positivamente sobre la variable real, explotando las expectativas mantenidas por el público, se verán frustrados por las reacciones de éste; los planes instrumentados como óptimos resultarán inconsistentes y la política discrecional no generará mejoras en el componente real, conducirá a una tasa de inflación mayor y seguramente entorpecerá la comprensión de los problemas de la economía. Si las autoridades toman, como referencia de su estrategia discrecional directa, la renta monetaria, pero pretenden actuar sobre ésta para influir sobre su componente real como en el caso

anterior, los resultados serán análogos (29).

Las autoridades pueden, desde luego, retener un objetivo en términos de renta monetaria y renunciar, sin embargo, a la «discrecionalidad óptima» y a sus riesgos mediante la adopción de normas; pueden, por ejemplo, proponerse como objetivo un crecimiento estable, no inflacionista, de la renta monetaria y adoptar como norma para la base monetaria —si ésta es la variable utilizada como instrumento— una tasa de crecimiento constante, ajustada mensualmente en respuesta a las desviaciones de la renta monetaria respecto de su senda-objetivo (30). Pero la prevención de los mayores riesgos de la discrecionalidad no elimina las dificultades de las estrategias directas con normas para el ajuste de los instrumentos. Por una parte, la información sobre el comportamiento de la renta monetaria está sometida a importantes retrasos y revisiones —mucho mayores que los referentes a los agregados monetarios—, y las autoridades habrán de trabajar con previsiones sometidas a fuertes márgenes de error. Por otra parte, las líneas de transmisión de efectos desde los instrumentos hasta la renta monetaria son largas, complejas, mal conocidas, y los retrasos son variables e inciertos. En periodos de hasta seis meses y un año hay numerosos factores, distintos de los monetarios, que afectan a la renta nominal; y esto, más los problemas relativos a la información sobre la evolución efectiva de dicha variable, obstaculizará tanto el conocimiento por las autoridades del grado en que están alcanzando sus objetivos de renta como la apreciación por el público del éxito de la política practicada, que es un elemento básico en la formación de sus expectativas. Todo ello señala las dificultades para diseñar una norma de reacción o ajuste no discrecional de los instrumentos monetarios que permita alcanzar los objetivos de renta nominal en períodos cortos, relevantes para la elaboración de expectativas —dificultades que aumentarán en etapas en las que se registren variaciones imprevistas de las velocidades-renta de los agregados monetarios—. Es, en consecuencia, muy probable que una estrategia de actuación directa sobre un objetivo de renta nominal, desde un manejo de instrumentos sometido a normas, acabe conduciendo a una actuación discrecional basada en predicciones sobre aquella variable.

Quien tema los resultados de las políticas discrecionales tenderá, en definitiva, a dudar de las virtudes efectivas de las estrategias de una sola etapa y a defender las ventajas de la utilización de objetivos monetarios intermedios, a pesar de las limitaciones de éstos. Y, en esta dirección, el reconocimiento de las dificultades suscitadas en los últimos tiempos por el comportamiento de las velocidades-renta de los agregados parece otorgar, de un modo natural, nuevo atractivo a la posibilidad de definir los objetivos monetarios intermedios en términos del tipo de cambio nominal. Esta es una variable fácil e inmediatamente observable que el banco central puede, en principio, adaptar a un nivel de referencia —expresado en términos de otra moneda o de un conjunto de monedas extranjeras— mediante intervenciones en el mercado de cambios y actuaciones sobre los tipos de interés a corto plazo, siempre que no se registren desequilibrios que resulten básicamente incompatibles con dicho nivel. Y la adopción del tipo de cambio nominal como objetivo monetario intermedio permite, también en principio, afrontar los *shocks* de demanda de dinero —ya provengan de sustituciones entre activos interiores, ya tengan su origen en sustituciones entre activos expresados en distintas divisas— con un mínimo de problemas para los precios, la competitividad y el producto de la economía —mediante su acomodación—.

Esta última característica hace del tipo de cambio nominal un objetivo monetario atractivo en períodos en los que predominen las perturbaciones de carácter monetario y financiero —y ésta es la principal razón aducida por el Reino Unido para justificar su decisión reciente de adoptar un objetivo dominante (no formalizado) de tipo de cambio nominal y renunciar al control de M3—. Sin embargo, el tipo de cambio nominal no es preferible a los agregados monetarios como objetivo intermedio de un modo general e inequívoco. Ante la amplia gama de perturbaciones posibles de carácter real, las ventajas relativas de una u otra opción de objetivos intermedios variarán según el tipo de perturbación, las demás características relevantes de la economía —incluidos su grado de indiciación y la rapidez relativa de reacción de los distintos mercados— y la prioridad que otorguen las autoridades a sus diversos objetivos últimos (estabilización del ritmo de actividad o de los precios, etc.) (31).

Así que ninguna de las dos opciones —tipo de cambio nominal, agregado— proporciona a la política monetaria un objetivo intermedio que ofrezca ventajas en todas las ocasiones. En principio, el esquema preferible sería el que permitiese aceptar variaciones

bien en el tipo de cambio nominal, bien en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios, dependiendo de las perturbaciones planteadas, de las preferencias últimas de las autoridades y de la apreciación que éstas hagan de otras condiciones relevantes de la economía; pero ello conduciría, de hecho, a un esquema de discrecionalidad en una sola etapa, con los problemas que esto implica y que ya hemos indicado.

Las restricciones efectivamente impuestas por la adopción de un objetivo de tipo de cambio nominal dependerán del grado en que ese objetivo comprometa a las autoridades: serán mayores si el objetivo se define de un modo explícito, aunque no formalizado, en términos de un tipo de cambio bilateral o efectivo (Suecia, Noruega, Finlandia) que si se trata de un simple objetivo interno de las autoridades (Reino Unido), y serán aún mayores si el país se incorpora formalmente a un área de tipos de cambio fijos, aunque ajustables —como el Sistema Monetario Europeo—. Un área de estabilidad cambiaria precisa de un país dominante que desarrolle políticas monetarias de estabilidad efectiva y políticas económicas generales que otros países consideren satisfactorias. En tal caso, el tipo de cambio nominal puede funcionar como un objetivo intermedio razonable en países de menor dimensión, con un grado considerable de apertura al exterior y que mantengan relaciones económicas importantes con el país o grupo de países tomados como referencia. Aunque el área de estabilidad cambiaria presente limitaciones, un país puede encontrar conveniente su participación si duda de su capacidad para generar una autodisciplina coherente con los objetivos últimos que la pertenencia al área favorece; y los argumentos positivos se verán reforzados si el sistema de estabilidad de los cambios aparece como pieza importante de un proceso de integración económica que el país juzga razonable por razones políticas y económicas —como sucede con el Sistema Monetario Europeo—.

El país que adopte un objetivo de tipo de cambio nominal registrará una pérdida de autonomía en su política monetaria interna tanto mayor cuanto más estrictos sean los compromisos de estabilidad cambiaria que implique (respecto del área de referencia), menores sean los márgenes tolerados de fluctuación de los cambios y mayores sean la libertad y la sensibilidad de los movimientos de capitales. Aunque el objetivo de estabilidad del tipo de cambio nominal a largo plazo lleva implícita una norma de crecimiento de la cantidad de dinero a largo plazo, las autoridades del país se verán enfrentadas con fluctuaciones de los agregados en el corto plazo y obligadas a influir sobre los tipos de interés monetarios en el sentido requerido para mantener la estabilidad cambiaria (32); y esto puede imponer comportamientos de la cantidad de dinero y los tipos de interés distintos de los considerados deseables por razones internas a medio plazo —problema que puede ser importante si, por ejemplo, el país registra déficit públicos o tiene un grado de apertura al exterior insuficiente para que las fuerzas de la competencia internacional disuadan comportamientos inadecuados de costes y precios—. Ello explica que numerosos países con objetivos de tipo de cambio nominal hayan procurado no renunciar por completo a la regulación activa de sus agregados intermedios y, en momentos de conflicto entre las vertientes exterior e interior de sus políticas monetarias, se hayan beneficiado de los controles de cambios —reforzándolos, a veces— y hayan utilizado medidas monetarias (33) para otorgar algún margen de independencia, siquiera transitorio, a la creación interna de dinero o a los tipos de interés practicados por los bancos respecto de los movimientos en el componente externo de la creación de dinero o en los tipos de interés del mercado monetario inducidos o impuestos por el objetivo de estabilidad cambiaria.

Claro está que esos márgenes de maniobra tienden a reducirse en la medida en que aumentan la interpenetración de los sistemas nacionales y la sustituibilidad entre los activos financieros, y en que avanzan la desregulación y el desmantelamiento de los controles de cambios. En las condiciones actuales, los márgenes son ya muy angostos en la mayoría de los países. Los controles sobre los movimientos de capitales siempre han tendido a perder su efectividad a largo plazo; pero ahora ese proceso se ha acelerado, y se ha reducido incluso la efectividad temporal de los controles en el corto plazo. Una libertad plena de los movimientos de capitales en un sistema de tipos de cambio fijos —como se ha propuesto en el Sistema Monetario Europeo para un próximo futuro— conducirá a un grado aún más elevado de sometimiento de las variables monetarias internas al objetivo cambiario (salvado, naturalmente, el posible ajuste de éste); dicho en otras palabras, reducirá aún más la autonomía de las políticas monetarias nacionales. Por ello, un área de estabilidad cambiaria im-

pone, en esas condiciones, una coordinación estrecha en la utilización de los instrumentos monetarios en el corto plazo y unos objetivos últimos compartidos por los países miembros, surgidos de una cooperación efectiva entre ellos. En otro caso, el área verá amenazada su estabilidad (34).

5

La conclusión más obvia de todo lo anterior es que no hay estrategia de política monetaria que esté exenta de riesgos y de limitaciones. Si las autoridades estuvieran libres de tentaciones, ningún régimen aventajaría a la actuación discrecional en busca de los objetivos últimos; pero la experiencia histórica ofrece abundantes ejemplos de cómo la discrecionalidad tiende a ceder a las tentaciones y a elevar el grado de inflación de las economías.

El activismo monetario que aspira a conseguir una pluralidad de objetivos a corto plazo está sometido a los riesgos de las pretensiones excesivas. Esto es lo que aconseja que la política monetaria se proponga sus objetivos últimos con un horizonte medio y largo plazo, y los centre en la tasa de inflación, en el logro de la estabilidad de los precios; y esto es lo que justifica también que las autoridades adopten objetivos monetarios intermedios y renuncien a responder al flujo continuo de información con reacciones frecuentes, inspiradas en interpretaciones expuestas a errores, que pueden aumentar la inestabilidad de la economía. Las estrategias con objetivos intermedios, conscientes de sus limitaciones, no deben prescindir del análisis de la información financiera y real disponible, y han de instrumentarse con flexibilidad; pero las políticas monetarias deben ser estables y predecibles para el público, ante el cual han de ganar y conservar su credibilidad a través de las incidencias del corto plazo.

La reflexión sobre las perturbaciones ocasionadas por la aceleración del proceso de innovación financiera en los últimos años tiende a reforzar esos criterios básicos porque, como hemos visto, esa aceleración ha tenido su causa principal en la generalización de tasas de inflación altas y variables en los países industriales, en la volatilidad consiguiente de los tipos de interés y los tipos de cambio y en la presión de todo ello sobre unos sistemas financieros fuertemente regulados. Una política monetaria anti-inflacionista, estable y firme, desarrollada en un contexto financiero flexible, es, por tanto, la primera condición para evitar esas oleadas de innovación y las perturbaciones que originan.

Cabe esperar que la superación del período vivido de inflación e inestabilidad y la consolidación de los procesos desreguladores conduzcan a una moderación en el ritmo de las innovaciones financieras y a una estabilidad mayor en las demandas de activos financieros del público. No obstante, persisten elementos de inestabilidad que continuarán induciendo innovaciones; y las autoridades seguirán introduciendo, seguramente, modificaciones fiscales y de otros tipos que afecten al atractivo relativo de los activos financieros. En todo caso, el proceso de transformaciones financieras de los últimos años seguirá expresándose en una mayor sustituibilidad entre los activos financieros nacionales, una demarcación borrosa entre los saldos de transacciones y las colocaciones de inversión, y una mayor conexión entre los sistemas financieros nacionales, favorecida por el desmantelamiento de los controles de cambios en el área de los países industriales. Todo ello seguirá dificultando las políticas de regulación monetaria, pues una menor inestabilidad de las funciones de demanda de los activos financieros y sus agrupaciones es compatible con importantes reestructuraciones de las carteras del público en respuesta a movimientos insuficientemente anticipados en el atractivo relativo de esos activos.

Estas dificultades afectarán especialmente a las políticas con objetivos referidos a agregados monetarios, lo cual otorga una ventaja relativa a la utilización del tipo de cambio nominal como variable intermedia. Esta última es, sin embargo, una opción que ni está abierta a todos los países en los momentos actuales ni está exenta de problemas.

El Sistema Monetario Europeo (SME) es, hoy, la única área formal de estabilidad de los cambios y, desde su iniciación en 1979, ha obtenido resultados relativos razonables en la reducción de la variabilidad cambiaria, a pesar de haber registrado modificaciones de los tipos de cambios centrales en once ocasiones. A esos resultados han contribuido decisivamente los esfuerzos de los países miembros por reducir sus tasas de inflación y su aceptación consiguiente de los elementos de disciplina provenientes de la República Federal de Alemania. La evolución favorable de los precios —facilitada por la mejora de las relaciones reales de intercambio— y los ritmos de expansión decepcionantes que vienen registrando la mayoría de las economías de la CEE han hecho retro-

ceder, sin embargo, en los últimos tiempos, la atención concedida a la lucha con la inflación; y ello ha ido acompañado de la aparición, en el seno del SME, de tensiones políticas suscitadas por la insatisfacción con la asimetría que caracteriza al Sistema, y que es expresión del papel dominante que Alemania ha venido desempeñando en él.

A pesar de esas tensiones, la voluntad política de completar el mercado interior comunitario para 1992 ha inspirado dos líneas de avance que afectarán profundamente al funcionamiento del SME en el próximo futuro: la primera se expresa en el acuerdo ministerial de Nyborg, de septiembre de 1987, que busca el reforzamiento de los mecanismos de intervención cambiaria y de financiación del Sistema; la segunda está contenida en el proyecto de la Comisión —que será adoptado, con seguridad, en fecha cercana— sobre la liberalización plena de los movimientos de capitales en el ámbito comunitario. El fortalecimiento de los mecanismos de intervención y financiación del SME aumentará la credibilidad de los compromisos cambiarios asumidos por los países miembros; la libertad total de las transacciones de capital impondrá una reducción sustancial al grado posible de independencia de las políticas monetarias en esos países.

Esta pérdida de independencia puede darse con la adopción de una política monetaria común por todos los países miembros —apoyada en la construcción paulatina de instituciones supranacionales— o con la adaptación de todas las políticas monetarias nacionales a la del país que desempeñe el papel dominante en el área. El primer camino, conducente a la unión monetaria, es preferible en principio, pero no parece abordable en el estado actual de la integración política en la CEE; el segundo implica el mantenimiento de la actual asimetría del Sistema y de la posición central de la República Federal de Alemania.

Si se acepta la segunda opción como única factible, un SME estable, sin realineamientos frecuentes y con una libertad total de movimientos de capitales requerirá la adopción de los objetivos de inflación de la política monetaria alemana por parte de las políticas nacionales de los demás países miembros. Alemania perseguirá esos objetivos a través de la regulación de la cantidad de dinero y los otros países miembros los harán suyos a través de la estabilidad de sus tipos de cambio nominales, que funcionarán, en este sentido, como objetivos monetarios intermedios. Cualquier intento de autonomía monetaria, expresada en objetivos de inflación distintos de los alemanes, será incompatible con la estabilidad cambiaria y conducirá inevitablemente a un realineamiento; y en ausencia de controles que permitan limitar, al menos transitoriamente, los flujos de capitales estimulados por la percepción de inconsistencias cambiarias, los ataques especulativos serán más fuertes, los movimientos de tipos de interés necesarios para frenarlos serán más intensos y el rápido desarrollo de las crisis forzará un pronto realineamiento si no se percibe una voluntad firme de invertir la desviación (35). En definitiva, la estabilidad del Sistema impondrá la convergencia de todas las políticas nacionales, de modo que las tasas de inflación coincidan —con la alemana—; y esa convergencia puede resultar costosa en la medida en que la diversidad en las tasas de inflación esté relacionada con factores institucionales, grados de apertura al exterior y experiencias históricas dispares.

Los costes de los ajustes estarían mejor distribuidos si el país que acumulase fuertes excedentes exteriores —Alemania, en estos momentos— se viera obligado a adoptar políticas económicas más expansivas o a aceptar apreciaciones de su moneda. Pero tal y como son, hoy por hoy, las cosas, cabe prever que el SME encuentre dificultades con la libertad plena de movimientos de capitales, y que ésta ceda ante la posibilidad de aplicar controles en momentos en que las autoridades nacionales encuentren necesario introducir algún grado de desconexión temporal entre las condiciones monetarias interiores y las dominantes en el resto del SME, bien para no verse obligadas a un pronto realineamiento, bien para ganar márgenes que les permitan responder a perturbaciones monetarias o reales. Es de esperar que, entretanto, la voluntad política que está inspirando el esfuerzo por realizar el mercado interior comunitario para una fecha próxima, y el deseo de dotarle de una estabiidd cambiaría, haya impulsado una cooperación efectiva de los países miembros que los sitúe en el camino hacia una política monetaria común —con las repercusiones consiguientes para otras áreas de la política comunitaria, desde la fiscal a la regional—.

A España, todos estos cambios —la realización del mercado interior, la liberalización total de los movimientos de capitales, el reforzamiento de los mecanismos del SME— le llegan en pleno proceso de apertura y adaptación a la CEE. Los dos primeros la obli-

garán plenamente. España dispondrá, sin embargo, de un período transitorio que retrasará algún tiempo, en su caso, la aplicación de las directivas de liberalización de los movimientos de capitales; y esto le proporcionará un margen temporal importante para observar cómo se resuelven las dudas, expuestas en los párrafos anteriores, sobre el funcionamiento del SME sin controles de los movimientos de capitales y sin una política monetaria común de los países miembros (36).

La incorporación al SME es una opción abierta a España; pero es, de hecho, una línea de avance insoslayable si nuestro país ha de participar plenamente en el proceso de integración comunitaria. Ya hemos visto anteriormente que la estabilidad del tipo de cambio nominal no proporciona a la política monetaria el objetivo intermedio preferible en todos los casos; no volveremos ahora sobre el tema. Y también hemos señalado los problemas y las dudas que afectan actualmente al SME, cuya solución es precisa para que el mercado interior comunitario coincida con un área de estabilidad cambiaria. Pero, en la medida en que prevalezca la voluntad de integración, esas vías de solución se encontrarán —éste debe ser el supuesto de la estrategia española—; y si esto sucede, la participación en el Sistema desbordará su significación estrictamente monetaria.

El acercamiento al ingreso en el SME requerirá de la política monetaria española el reforzamiento de los factores de disciplina y credibilidad —factores que se verán favorecidos por la incorporación al Sistema, pero que éste no proporciona de un modo brusco y automático—.

Nuestra economía está afrontando la primera etapa de su proceso de adaptación a la CEE en un clima de fuerte expansión de la demanda interna y de rápida apertura al exterior; y, en estas condiciones, ni el mantenimiento del equilibrio exterior ni la reducción adicional de la tasa de inflación serán tareas sencillas. Por otra parte, si tales circunstancias son poco adecuadas para adoptar un tipo de cambio nominal estable como referencia básica de la política monetaria, ésta ha tenido que enfrentarse en España, como sabemos, con desplazamientos recientes y de entidad considerable en la demanda del agregado utilizado como variable intermedia (ALP). Todo ello tiende a situar a las autoridades ante combinaciones complejas de perturbaciones financieras y reales y, por tanto, ante dilemas difíciles en cuanto a la elección de objetivos.

Puesto que M3 y la base monetaria se han visto fuertemente afectadas por los factores de desplazamiento de ALP y por las sustituciones entre activos dentro de esta última, y puesto que la función de demanda de M2 continúa mostrando una inestabilidad mayor que la correspondiente función de ALP, no parece que las autoridades españolas tengan, hoy por hoy, buenas razones para cambiar de variable intermedia, si de agregados se trata (37). Cabe confiar, por otra parte, en que, una vez superados los desplazamientos resultantes de la Ley de Activos Financieros de 1985 y de la emisión de las nuevas letras del Tesoro (junto con la liberalización de los tipos de interés bancarios) en 1987, la función de demanda de ALP entre en una nueva fase de mayor estabilidad —aunque con una sensibilidad probablemente acrecentada en relación con los tipos de interés propios y alternativos—. Las dificultades a este respecto no han quedado aún atrás, pero la continuidad de la política desinflacionista en el período de aproximación al SME aconseja la persistencia en la utilización del agregado intermedio, aunque ello requiera elementos importantes de interpretación en la valoración de su comportamiento.

En una economía abundante en rigideces institucionales, y en la que los comportamientos de los agentes se ven aún poco afectados por la competencia exterior —tal vez porque confían en el alivio pasajero de los reajustes cambiarios—, el abandono del control activo de las magnitudes monetarias tiene muchos riesgos. Al mismo tiempo, la regulación activa de los agregados intermedios, con objetivos desinflacionistas, puede conducir, en determinados momentos, a tensiones sobre el mercado de cambios cuya significación se verá oscurecida por la presencia posible de perturbaciones financieras internas o externas. En la medida en que se perciban perturbaciones y desplazamientos financieros cuyo acomodo no se considere incompatible con los objetivos últimos perseguidos, aquellas tensiones cambiarias podrán evitarse. Pero éste no será el caso —o sólo lo será parcialmente— en otras ocasiones; y ello aconseja, en esta fase de acercamiento al SME, e incluso en la fase incial de incorporación al mismo, la persistencia de algunos controles sobre los movimientos de capitales que permitan introducir algún grado de desconexión, siquiera imperfecta y transitoria, entre el mercado monetario interior y las condiciones exteriores.

Fuera del ámbito comunitario,

un conjunto de países europeos con dimensiones modestas, economías muy abiertas e intensas relaciones económicas con aquella área continuarán centrando la atención de su tipo de cambio con las monedas del SME o con el marco alemán. En Estados Unidos, el sistema más afectado por las innovaciones financieras en los últimos años, las autoridades seguirán enfrentadas con los efectos de aquéllas sobre el comportamiento de los agregados monetarios; pero no parece que tengan opción mejor que la de aceptar esas dificultades y continuar utilizando objetivos intermedios definidos en términos de agregados.

NOTAS

(*) El autor desea agradecer a J. Arístegui, J. J. Dolado, G. Gil, J. Pérez y R. Repullo sus comentarios a la primera versión de este artículo.

(1) Cfr. Greenbaum y Haywood (1971), Silber (1983) y Van Horne (1986).

(2) Cfr. BIS (1984), BIS (1986) y Corrigan (1987).

(3) Corrigan (1987).

(4) Lamfaloussy (1986).

(5) Cfr. Rojo (1986).

(6) Cfr. Pérez y Rojo (1977).

(7) Aparte de ello, numerosos países —entre ellos, España— carecían de mercados abiertos de amplitud suficiente para permitir la actuación de las autoridades, y mantenían intervenciones y regulaciones que impedían o dificultaban los movimientos de los tipos de interés.

(8) Poole (1970).

(9) En España, los argumentos referentes a la capacidad de control por las autoridades, más que razones de clara superioridad en cuanto a la estabilidad de la función de demanda, llevaron a optar por M3 como objetivo intermedio en los años setenta. Sobre los fundamentos de esta decisión y sobre las razones para adoptar los activos líquidos bancarios, dados los coeficientes legales de caja, como variable estratégica operativa, véase Pérez y Rojo (1977).

(10) Véase, sobre la literatura suscitada por los problemas de Estados Unidos en el período, Judd y Scadding (1982).

(11) Cfr., sobre estos problemas, BIS (1984) y Atkinson y Chouraqui (1985).

(12) En España, los pasivos de las instituciones financieras sensibles a los tipos de interés, expresados en porcentajes sobre el PIB de los saldos a fin de año, pasaron del 30,4 por 100 en 1980 al 55,2 por 100 en 1986 (es decir, antes de la liberalización completa de los tipos de interés sobre depósitos bancarios), y en ese mismo período más de la tercera parte del flujo neto de crédito concedido por las instituciones financieras al sector privado fue instrumentado a tipo variable (Gutiérrez, 1987).

(13) Véase, sobre este punto, Akhtar (1984).

(14) Por ejemplo, esas funciones suelen utilizar la renta corriente en vez de la riqueza como variable de escala: pero, en los últimos años, la utilización de la riqueza como argumento de dichas funciones puede haberse hecho más imperativa como consecuencia de sus variaciones, resultantes de los cambios en las expectativas de inflación, los tipos de interés y los precios de los valores bursátiles y de los activos reales —variaciones divorciadas, en buena medida, de las de la renta corriente.

(15) Una buena indicación de la intensificación de esas reservas es el tratamiento del tema en las sucesivas ediciones (1969, 1977, 1985) de la obra *standard* de Laidler: *The Demand for Money*.

(16) Cfr. Gordon (1984) y Laidler (1985).

(17) Goodhart (1984).

(18) Costes derivados, por ejemplo, del sometimiento de los activos incluidos en el agregado de control a un coeficiente de caja que impone, de hecho, un gravamen sobre los recursos obtenidos por los intermediarios financieros a través de los pasivos sujetos al coeficiente.

(19) Cfr. Cuervo-Arango (1987).

(20) En España, M1 ha contenido siempre proporciones importantes de saldos de inversiones financieras.

(21) Cfr. Roth (1987) y Mehra (1987).

(22) Cfr. Goodhart (1986).

(23) El concepto «dinero del banco central» del Bundesbank es igual al efectivo en manos del público más las reservas mínimas requeridas, según unos coeficientes fijos, sobre los distintos tipos de depósitos bancarios. Dichos coeficientes fijos, correspondientes a sus niveles en enero de 1974, son los siguientes: 16,6 por 100 sobre los depósitos a la vista, 8,1 por 100 sobre los depósitos de ahorro y 12,4 por 100 sobre los depósitos a plazo (con vencimientos a menos de cuatro años). Puesto que los coeficientes de reservas son distintos según los diversos tipos de depósitos, un mismo volumen de «dinero del banco central» es compatible con distintos volúmenes de M3 —que incluye el efectivo más los tres tipos de depósitos bancarios en manos del público.

(24) Cfr. Atkinson y Chouraqui (1985). Sobre el control monetario de la R. F. de Alemania, véase Deutsche Bundesbank (1987).

(25) Sobre la política monetaria en Suiza, cfr. Rich (1987).

(26) En los últimos tiempos, el fuerte desequilibrio en los pagos mundiales y la elevada sensibilización de las expectativas cambiarias han impuesto enormes restricciones a cualquier movimiento alcista de los tipos de interés alemanes por la presión que generaba sobre el D.M. y, en definitiva, por sus graves repercusiones internacionales. Suiza ha estado sometida a las mismas restricciones, excepto por lo que se refiere a las repercusiones internacionales de sus decisiones, que son, por razones obvias, mucho menos importantes que en el caso de la R.F. de Alemania.

(27) Por ejemplo, Friedman (1975), Bryant (1980), Tobin (1983), Gordon (1984), Mc Callum (1985).

(28) Véase Bryant (1980), cap. XV, y B. Friedman (1975).

(29) Cfr. Kidland y Prescott (1977), Barro y Gordon (1983) y Rogoff (1985).

(30) Mc Callum (1985).

(31) Cfr. Henderson (1984), Marston (1984 y 1985) y Artis y Currie (1981).

(32) Cfr. Viñals (1987) y Pérez (1987).

(33) Medidas tales como la introducción de depósitos obligatorios de los bancos en el banco central, la variación de coeficientes de caja, la modificación de las retribuciones de aquéllos o de éstos, o el establecimiento —impuesto o pactado— de límites al aumento del crédito interno proporcionado por los bancos.

(34) Este es, naturalmente, el problema que tiene planteado el Sistema Monetario Europeo en el momento actual. Cerrado el período en el que la reducción de las tasas de inflación era la preocupación principal de las economías comunitarias, la asimetría expresada en la posición dominante de la República Federal de Alemania suscita serios problemas en los demás países del Sistema: su política fuertemente estabilizadora limita las posibilidades de expansión del área y hace del SME un mecanismo que, por una parte, favorece la resistencia alemana a revaluar su moneda y, por otra, arrastra a las otras monedas del área a una apreciación, mayor que la que registrarían, en otro caso, frente al dólar. El logro de una cooperación más simétrica aparece hoy como condición básica para la consolidación del SME.

(35) Cfr. Krugman (1979) y Wyplosz (1986).

(36) El ajuste-fondo en las carteras de activos que seguirá a la liberalización de los movimientos de capitales en España —efecto inicial y de una sola vez— será, con seguridad, menos relevante que los movimientos de capitales habituales inducidos por los diferenciales de intereses y las expectativas cambiarias.

(37) Me refiero a los resultados de los trabajos econométricos de Mauleón (1987) y Dolado (1988), estos últimos pendientes de publicación.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Akhtar, M. Akbar (1984), «A Framework for Analysis», en BIS (1984), págs. 3-53.

Artis, M. J., y Currie, D. A. (1981). «Monetary Targets and the Exchange Rate: A Case for Conditional Targets», en *The Money Supply and the Exchange Rate* (W. A. Ellis y P. J. N. Sinclair, eds.), Oxford, Clarendon, págs. 176-200.

Atkinson, P., y Chouraqui, J. C. (1985), *The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the Light of Recent Experience*, OECD, reimpreso en SUERF: *Papers on Monetary Policy and Financial Systems*, número 1 (Tilburg, 1987).

Bank for International Settlements (BIS) (1984), *Financial Innovation and Monetary Policy*, Basilea, marzo.

— (1986), *Recent Innovations in International Banking*, Basilea, abril.

Barro, R. J., y Gordon, D. B. (1983), «A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model», *Journal of Political Economy*, 91, agosto, págs. 589-610.

Bryant, R. C. (1980), *Money and Monetary Policy in Interdependent Nations*, The Brookings Institution, Washington.

Corrigan, E. Gerald (1987), *Financial Market Structure: A Longer View*, Federal Reserve Bank of New York, enero.

Cuervo-Arango, C. (1987), «Sobre el uso y el abuso de los agregados monetarios», *La política monetaria en España*, FEDEA, Madrid.

Deutsche Bundesbank (1987), «The Longer-Term Trend and Control of the Money Stock», *Monthly Report*, enero, págs. 13-26.

Dolado, J. J. (1988), «Innovación financiera, inflación y la estabilidad de demanda de

ALP en España», Servicio de Estudios del Banco de España (pendiente de publicación).

FRIEDMAN, B. (1975), «Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, octubre, págs. 443-473.

GOODHART, C. A. E. (1984), «Disequilibrium Money: A Note», *Monetary Theory and Practice*, London, cap. 10, págs. 254-276.

— (1986), «The Implications of Shifting Frontiers in Financial Markets for Monetary Control», *Shifting Frontiers in Financial Markets* (D. E. Fair, ed.), SUERF, Dordrecht, págs. 303-328.

GORDON, R. J. (1984), «The Short-Run Demand for Money: A Reconsideration», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, noviembre, parte I, págs. 403-433.

GREENBAUM, S. I., y HAYWOOD, C. F. (1971), «Secular Change in the Financial Services Industry», *Journal of Money, Credit and Banking*, mayo, págs. 571-589.

GUTIÉRREZ, F. (1987), «La innovación financiera en España», Banco de España, *Boletín Económico*, mayo, págs. 22-36.

HENDERSON, D. W. (1984), «Exchange Market Intervention Operations: Their Role in Financial Policy and Their Effects», en *Exchange Rate Theory and Practice* (J. F. O. Bilson y R. C. Marston, eds.), The University of Chicago Press, págs. 357-398.

JUDD, J. P., y SCADDING, J. L. (1982), «The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post-1973 Literature», *Journal of Economic Literature*, vol. XX, septiembre, páginas 993-1023.

KIDLAND, F. E., y PRESCOTT, E. C. (1977), «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, 85, junio, págs. 473-491.

KRUGMAN, P. (1979), «A Model of Balance-of-Payments Crises», *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, n.° 3, agosto, páginas 311-325.

LAIDLER, D. E. W. (1985), *The Demand for Money: Theories, Evidence and Problems*, New York.

LAMFALOUSSY I, A. (1986), «Worlwide competition in Financial Markets: Issues for Banking Supervisors», *Amsterdam Conference of Banking Supervisors*, octubre.

MARSTON, R. C. (1984), «Exchange Rate Unions as an Alternative to Flexible Rates: The Effects of Real and Monetary Disturbances», *Exchange Rate Theory and Practice* (J. F. O. Bilson y R. C. Marston, eds.), The University of Chicago Press, págs. 407-437.

— (1985), «Stabilization Policies in Open Economies», en *Handbook of International Economics* (P. Kenen y R. Jones, eds.), vol. 2, North Holland Press, págs. 859-916.

MAULEÓN, I. (1987), «La demanda de ALP: una estimación provisional», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre, págs. 42-52.

MC CALLUM, B. T. (1985), «On Consequences and Criticisms of Monetary Targeting», *Money, Credit and Banking*, noviembre, parte 2, págs. 570-597.

MEHRA, Y. (1987), «Recent Financial Deregulation and the Interest Elasticity of M1 Demand», *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review*, julio-agosto, págs. 13-23.

PÉREZ, J. (1987), «¿Hacia dónde va la política monetaria?». Comentarios. *La política monetaria en España*, FEDEA, Madrid, páginas 113-120.

— y ROJO, L. A. (1977), *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, Banco de España, Servicio de Estudios: *Estudios Económicos*, Serie A, n.° 10.

POOLE, J. (1970), «Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model», *Quarterly Journal of Economics*, mayo, págs. 197-216.

RICH, G. (1987), «Swiss and United States Monetary Policy: Has Monetarism Failed?», *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review*, mayo/junio, págs. 3-16.

ROGOFF, K. (1985), «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target», *Quarterly Journal of Economics*, 100, páginas 1169-1189.

ROJO, L. A. (1986), «Europa: El contraste entre dos décadas», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 27 *Economía años ochenta* (I), páginas 64-86.

ROTH, H. L. (1987), «Has Deregulation Ruined M1 as a Policy Guide?», *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review*, junio, págs. 24-37.

SILBER, W. C. (1983), «The Process of Financial Innovation», *American Economic Review*, 73, páginas 89-95.

TOBIN, J. (1983), «Monetary Policy: Rules, Targets and Shocks», *Journal of Monetary Economics*, vol. 6, págs. 83-104.

VAN HORNE, J. C. (1986), «An Enquiry into Recent Financial Innovation», *Kredit und Kapital*, 19, págs. 453-471.

VIÑALS, J. (1987), «La incorporación de España al Sistema Monetario Europeo y sus consecuencias para la política monetaria», en *La política monetaria en España*, FEDEA, Madrid, págs. 63-106.

WYPLOSZ, Ch. (1986), «Capital Flows Liberalization and the E.M.S.: A French Perspective», *Report prepared for the E.C. Commission, Directorate General for Economics and Financial Affairs*, diciembre.